

HANDBOEK MARKTMISBRUIK

onder redactie van

Prof. mr. D.R. Doorenbos
Prof. mr. M.P. Nieuwe Weme
Prof. mr. J.B.S. Hijink
Mr. T.M. Stevens

Serie Onderneming en Recht
deel 104

 Wolters Kluwer

Deventer – 2018

Verkorte citeerwijze: Doorenbosch e.a., *Handboek Marktmisbruik* (O&R nr. 104) 2018.
Volledige citeerwijze: D.R. Doorenbosch e.a., *Handboek Marktmisbruik (Onderneming en Recht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

ISBN 978 90 13 14886 2

ISBN 978 90 13 14887 9

NUR 827-808/827-715

Cremers visuele communicatie, grafisch ontwerp

© 2018, D.R. Doorenbos, M.P. Nieuwe Weme, J.B.S. Hijink, T.M. Stevens, Nijmegen

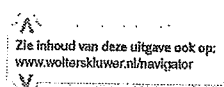
Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande toestemming van de uitgever worden veeelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16b Auteurswet jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor de gevolgen hiervan.

Wolters Kluwer Nederland BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)-overeenkomst. De gegevens kunnen door Wolters Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Wolters Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing.



NAVIGATOR

HOOFDSTUK 6

MARKTMANIPULATIE

R.P. Raas¹

6.1 Inleiding

"Een fictief persbericht over 'verregaande gesprekken' tussen telecombedrijven Versatel, Deutsche Telekom en investeerder Talpa heeft gisteren tot grote consternatie geleid. Versatel en Talpa, die beide als afzender staan vermeld, hebben aangifte gedaan bij Justitie wegens valsheid in geschrifte. Beurstoezichthouder AFM is een onderzoek gestart. Het nepbericht kwam donderdagnacht rond kwart voor een bij diverse media via e-mail binnen. (...) Een uur voor beursopening meldden persbureaus Betten en Dow Jones als eersten dat het bericht niet klopte. Toch schoot de koers van Versatel met 5% omhoog, om pas later op de dag terug te zakken tot de slotkoers van dinsdag. Beurshandelaren en analisten vonden het verhaal blijkbaar niet onrealistisch, getuige de actieve handel in de eerste uren."²

Dit bericht verscheen nog geen drie maanden voordat voor het eerst een algemeen verbod op marktmanipulatie werd opgenomen in de Nederlandse wetgeving. Het illustreert dat het risico op marktmanipulatie allerm minst theoretisch is. De toen geldende Wet toezicht effectenverkeer 1995 stelde sinds 1 oktober 2005 voor het eerst in algemene zin paal en perk aan het op oneigenlijke wijze beïnvloeden van een beurskoers of het op andere wijze naar de hand zetten van de markt.³ Deze bepaling werd destijds ingevoerd als onderdeel van de implementatie van de Europese

1 Prof. mr. R.P. Raas is advocaat bij Stibbe te Amsterdam en hoogleraar effectenrecht aan de Universiteit Leiden.

2 Commotie over nepbericht, *Het Financieele Dagblad*, 15 juli 2005.

3 *Stb.* 2005, 346. Het nieuwe regime werd destijds ook wel aangeduid als de Wet marktmisbruik, maar betrof in wezen een aanpassing van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) en enkele aanpalende wetten als de Wet op de economische delicten. Het verbod op marktmanipulatie was opgenomen in art. 46b Wte 1995. Op 1 januari 2007 ging de Wte 1995 tezamen met diverse andere toezichtswetten op in de Wet op het financieel toezicht. Art. 46b Wte 1995 werd bij die gelegenheid vervangen door art. 5:58 Wft.

Richtlijn marktmisbruik.⁴ Inmiddels is het manipulatieverbod weer uit de Nederlandse financiële toezichtswetgeving verdwenen en is sindsdien is het opgenomen in de rechtstreeks werkende Verordening Marktmisbruik.

Tot de komst van de Wet marktmisbruik ontbrak in de Nederlandse effectenwetgeving een algemeen geldend verbod op marktmanipulatie. Weliswaar bevatte art. 32 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 (NRg 2002) reeds een dergelijk verbod, maar deze bepaling gold alleen voor effecteninstellingen. Daarnaast is art. 334 Wetboek van Strafrecht (het met het oogmerk van bevoordeling verspreiden van een leugenachtig bericht dat prijzen van koopwaren, fondsen of geldswaardig papier doet stijgen of dalen) met enige moeite eveneens toe te passen op (enkele) gevallen van marktmanipulatie.⁵

Dit hoofdstuk bespreekt het manipulatieverbod van de Verordening Marktmisbruik en gaat in op de vraag welke beïnvloeding nog wel, en welke niet meer is toegestaan onder het nieuwe regime. Tevens wordt in algemene zin aandacht besteed aan het verschijnsel marktmanipulatie en de wijze waarop de Europese regelgever het fenomeen te lijf gaat.

6.2 Wat is marktmanipulatie?

Marktmanipulatie is een vorm van marktmisbruik die niet eenvoudig in een definitie is te vangen. Het omvat vele vormen van oneigenlijk handelen die één ding gemeen hebben: de prijs van een effect is niet langer uitsluitend de resultante van de ongehinderd tot stand gekomen gezamenlijke visie van kopers en verkopers van het effect,⁶ maar wordt mede of vooral bepaald door de manipulatieve transactie of informatie. Anders dan bij handelen met voorwetenschap wordt niet, of niet uitsluitend, gebruik gemaakt van een informatievoorsprong, maar zet de manipulator oneigenlijke middelen in om de markt naar zijn hand te zetten.

Er zijn grofweg drie hoofdgroepen van manipulatieve handelingen. Manipulatie kan plaatsvinden door het verrichten van een transactie of een serie van transacties met als doel de indruk te wekken dat het effect in

4 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *PbEU* 2003, L96/16.

5 Zie bijv. HR 6 februari 2007, *ECLI:NL:HR:2007:AY6713*, *NJ* 2008/467; *JOR* 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer, *RvdW* 2007/193 (*Cardio Control*). In deze strafzaak ging het om een belegger die onder de 'nickname' Hercules onware berichten op het beleggersforum 'Guru' plaatste over de handel in het aandeel Cardio Control.

6 Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Investigating and prosecuting market manipulation*, mei 2000, p. 8.

kwestie erg in trek is⁷ of dat een levendige handel in het effect plaatsvindt. Een tweede vorm is het gebruik maken van een machtspositie door het doelbewust creëren of profiteren van een tijdelijk tekort in een bepaald effect. Een partij die het aanbod van een bepaald effect beheerst (bijvoorbeeld omdat hij een grote positie in dat effect heeft ingenomen) en tevens contracten is aangegaan die hem recht geven op levering van die effecten, kan de tegenpartij onder dat contract dwingen diens leveringsverplichting na te komen tegen prijzen die hij door zijn machtspositie voor een belangrijk deel zelf kan bepalen. Met een voorbeeld van de derde vorm opende dit hoofdstuk. Door het verspreiden van onjuiste of misleidende berichten kan de markt eenvoudig op het verkeerde been worden gezet.

Al deze vormen van manipulatie leiden, wanneer succesvol, uiteindelijk tot een koers die hoger of lager is dan de koers die tot stand zou zijn gekomen zonder deze handeling. Degene die de transactie heeft verricht of de informatie heeft verspreid, kan verschillende motieven voor zijn handelen hebben. Het bereiken van direct financieel voordeel door het verkopen van stukken tegen de te hoge prijs of het kopen tegen de te lage prijs kan een oogmerk zijn, maar het handelen kan ook ingegeven zijn door meer indirecte belangen. Zo kan degene er belang bij hebben dat de koers een bepaalde grenswaarde niet overschrijdt, bijvoorbeeld omdat dit zou kunnen leiden tot een neerwaartse bijstelling van een kredietbeoordeling, een overtreding op zou kunnen leveren van een *financial covenant* uit financieringsdocumentatie, of een bepaalde verplichting in het leven kan roepen (bijvoorbeeld uit hoofde van een converteerbare obligatielening).

Een belangrijke complicatie bij het bestrijden van marktmanipulatie is dat manipulatieve handelingen niet altijd eenvoudig te herkennen zijn. Achter een op het eerste gezicht gebruikelijke en legitieme transactie kunnen onoorbare bedoelingen schuilgaan. Ook kunnen individuele transacties onschuldig lijken, maar kunnen wanneer zij in samenhang worden beschouwd met andere transacties die zijn verricht door dezelfde of gelieerde partijen een patroon opleveren dat onmiskenbaar wijst op marktmanipulatie. Het herkennen en aantonen van een dergelijk patroon is echter bijzonder complex. Andersom kunnen aan een op het eerste gezicht verdachte of ongebruikelijke transactie gerechtvaardigde motieven ten grondslag liggen. Een grote belegger die een omvangrijk pakket van de hand wil doen, is mogelijk in staat de koers van het desbetreffende effect merkbaar te beïnvloeden, maar de transactie kan zeer wel uitsluitend zijn ingegeven door zijn beleggingsstrategie of -mandaat. In een

7 Of juist niet in trek is, wanneer het om verkooporders gaat. In dat geval rekent de manipulator erop dat er een neerwaartse druk op de koers ontstaat.

dergelijk geval is de transactie onderdeel van de vrije krachten van vraag en aanbod, en is zeer de vraag of nog kan worden gesproken van marktmanipulatie. Diverse definities van marktmanipulatie vereisen dan ook dat degene die de transactie verrichtte het oogmerk had om de markt te manipuleren.⁸ Zoals hierna zal blijken, heeft de Europese regelgever – en daarmee tevens de Nederlandse – er echter voor gekozen dit oogmerk geen onderdeel te laten zijn van de delictsomschrijving.

Marktmanipulatie is zo oud als de financiële markten zelf. In de tijd van de Napoleontische oorlogen bijvoorbeeld maakte een handelaar in staatsleningen enorme winsten door het gerucht te verspreiden dat Napoleon niet meer in leven zou zijn en de oorlog spoedig zou eindigen. Ook in het Amsterdam van de zeventiende eeuw was manipulatie aan de orde van de dag.⁹ Voorbeelden van marktmanipulatie zijn er kortom in overvloed. Om een indruk te geven van de soorten gedragingen die marktmanipulatie kunnen opleveren, volgt hier een bescheiden selectie:¹⁰

- Het verrichten van een (schijn)transactie die niet leidt tot een wijziging van de feitelijke eigendom van het effect (*wash sales*), vaak met als doel om de indruk van vraag naar het effect of liquiditeit te suggereren. Wanneer deze transacties steeds plaatsvinden tegen een gradueel hogere koers kunnen deze tevens een zelfstandig prijsopdrijvend effect hebben.
- Het verrichten van een reeks van (bescheiden) transacties die zichtbaar zijn in een handelssysteem, en zo de indruk moeten wekken dat er een levendige handel in het effect plaatsvindt (*painting the tape*¹¹).
- Transacties waarbij twee verschillende partijen samenwerken door tegelijkertijd een koop- en een verkooporder in te leggen, tegen dezelfde koers en voor hetzelfde aantal stukken. Normaal gesproken zouden deze orders automatisch tegen elkaar worden weggestreept, maar nu de orders door verschillende partijen zijn geplaatst vindt deze *matching* niet plaats (*improper matched orders*). Doel van

8 IOSCO (2000), p. 17.

9 Vgl. J. De La Vega's *Confusion de Confusiones* uit 1688. Dit werk bevat een gedetailleerde beschrijving van de verschillende oneerlijke handelspraktijken die in de zeventiende eeuw op de Amsterdamse effectenmarkten plaatsvonden.

10 Deze en andere voorbeelden van marktmanipulatie worden tevens beschreven in: CESR, *Market Abuse Directive – Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive* (CESR/04-505b), www.esma.europa.eu, p. 11-13; IOSCO (2000), p. 5-6 en AFM, Brochure 'Verbod Marktmanipulatie', september 2017, www.afm.nl, p. 12-14. Bijlage I van de Verordening Marktmisbruik en Bijlage II van Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 bevatten eveneens een lijst van indicatoren die kunnen wijzen op marktmanipulatie.

11 De 'tape' verwijst naar de smalle strook papier ('tickertape') waarop in vroeger tijden koersen en andere handelsgegevens werden afgedrukt.

dit soort transacties is eveneens om de indruk te wekken dat het effect in de belangstelling staat. Indien andere beleggers hier met kooporders op reageren zal de koers als gevolg van de toegenomen vraag stijgen.

- Het verhogen van de biedprijs van een effect om de indruk te wekken dat het om een solide effect gaat, of om een effect waar veel vraag naar is (*advancing the bid*).
- Het inleggen van orders met een hogere biedprijs, zonder deze orders ook daadwerkelijk uit te voeren. Doel hiervan is om de markt de indruk te geven dat er vraag bestaat naar het effect tegen de hogere prijs. Vlak voordat de order zal worden uitgevoerd, wordt de order echter geannuleerd.
- Het door aanzienlijke koop- of verkooptransacties beïnvloeden van de slotkoers van een effect om beleggers die op basis van slotkoersen handelen te misleiden (*marking the close*).
- Het kort na een beursgang kopen van de net genoteerde aandelen met als doel om de prijs op te drijven. De koper gokt erop dat anderen, daartoe aangetrokken door de stijgende prijs, zijn voorbeeld zullen volgen waardoor de prijs verder stijgt. Vervolgens verkoopt de koper zijn stukken tegen de hogere prijs. Hiermee verwant is de techniek die in de wandeling wordt aangeduid met *pumping and dumping*, of het veroorzaken van een *run*. Hierbij drijft de manipulator de koers van een effect op door stukken te kopen tegen steeds hogere prijzen, of door een misleidend bericht te verspreiden. Als de koers (verder) is gestegen door de toegenomen vraag die is veroorzaakt door het bericht of de serie kooporders, verkoopt hij zijn belang. Ook het omgekeerde (*trashing and cashing*) komt voor. In dat geval wenst de manipulator juist een lagere prijs tot stand te brengen, bijvoorbeeld om voordeel te behalen uit een ingenomen shortpositie.¹²

12 Zie Rechtbank Rotterdam 24 februari 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:5041 voor een recent voorbeeld hiervan. De rechtbank oordeelt dat het handelsgedrag van eiseres, zoals de AFM ook terecht opmerkt, een "schoolvoorbeeld is van de manipulatieve strategieën 'pump and dump' en 'trash en cash'". Eiseres handelde daarom in strijd met art. 5:58 lid 1, aanhef onder a en b, Wft. Op dit punt bleef het boetebesluit daarom in stand. Het ging hier om de handel in aandelen van een aan Euronext genoteerde uitgevende instelling. Eiseres kocht steeds (relatief) veel aandelen op een laag koersniveau. Vervolgens manifesteerde eiseres zich met (vervolg)orders in het orderboek als koper die bereid was om deze aandelen tegen steeds hogere prijzen te kopen, maar eiseres verkocht dan juist een groot aantal van haar aandelen als een andere partij op die hogere prijzen was meegegaan. Daarna manifesteerde eiseres zich met (vervolg)orders in →

- Het voorbij reële waarden laten oplopen van het verschil tussen bied- en laatprijzen door *market makers* met een monopolie- of andere machtspositie.
- Het zodanig beïnvloeden van de (eigen) koers door uitgevende instellingen of daarmee gelieerde partijen dat de koers niet beneden een bepaald niveau zakt (anders dan in het kader van gebruikelijke en toegestane stabilisatieactiviteiten).
- Het zodanig structureren van een transactie dat een meldingsverplichting wordt vermeden of juist gecreëerd, met als gevolg dat de indruk ontstaat dat de eigendomsverhoudingen anders liggen dan daadwerkelijk het geval is (*parking* of *warehousing*). Het ontwijken van de meldingsplicht kan een doel op zich zijn, maar kan bijvoorbeeld ook dienen om te voorkomen dat een *wash sale* wordt ontmaskerd.
- Het kopen van een substantiële hoeveelheid van een bepaald effect of het op een andere wijze trachten te beheersen van het aanbod van het effect, terwijl de koper weet dat bij andere partijen in de markt te zijner tijd een behoefte aan deze effecten zal ontstaan (bijvoorbeeld om aan leveringsverplichtingen te voldoen die voortvloeien uit eerder ingenomen posities). De koper is dan in staat om de afhankelijke positie van deze andere partijen uit te buiten door ongebruikelijk hoge prijzen voor de desbetreffende stukken te verlangen (*cornering*). Hieraan verwant is het creëren van een zogenaamde *abusive squeeze*. Bij een *abusive squeeze* wordt eveneens geprofiteerd van tijdelijke tekorten. In een dergelijke situatie neemt degene met een significante invloed op de aanbodzijde van een effect posities in die leiden tot een leveringsverplichting voor de tegenpartij. Vervolgens maakt hij gebruik van zijn machtspositie door voor de desbetreffende effecten ongebruikelijk hoge prijzen te verlangen, wetende dat zijn wederpartij gedwongen is de effecten aan te kopen om aan de leveringsverplichting te voldoen.
- Het kopen van een grote hoeveelheid van een bepaald effect en dit effect daarna aan anderen aanbevelen, om vervolgens het effect met winst te verkopen wanneer de koers door de aanbeveling is gestegen (*scalping*).

het orderboek als verkoper die bereid was om aandelen tegen steeds lagere prijzen te verkopen, maar eiseres kocht dan juist een groot aantal aandelen als een andere partij op die lagere prijzen was meegegaan. De AFM constateerde hier een repeterend patroon.

6.3 Marktmanipulatie in de Verordening Marktmisbruik

Het is verboden om de markt te manipuleren of te trachten te manipuleren.¹³ Met deze korte maar krachtige dertien woorden legt art. 15 Verordening Marktmisbruik de basis voor de geharmoniseerde bestrijding van marktmanipulatie in de lidstaten.

Een definitie van marktmanipulatie ontbreekt in art. 3 ('Definities') van de Verordening. Wel is een uitleg van dit kernbegrip opgenomen in art. 12 van de Verordening. Het tweede lid van dat artikel noemt enkele voorbeelden van gedragingen die worden aangemerkt als marktmanipulatie. Bijlage I van de Verordening bevat een niet-limitatieve lijst van negen indicatoren die een aanwijzing kunnen zijn dat van marktmanipulatie sprake is. Een nadere uitwerking van deze negen indicatoren is opgenomen in Bijlage II van Gedelegeerde Verordening EU/2016/522.¹⁴

6.3.1 Toepassingsbereik

Net als de overige kernbepalingen van de Verordening Marktmisbruik kent het manipulatieverbod een ruim toepassingsbereik. Het verbod en de bijbehorende voorschriften zijn van toepassing op alle financiële instrumenten¹⁵ die zijn toegelaten tot de handel op een erkende beurs ('gereguleerde markt') of handelsplatform (een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of de in MiFID II in het leven geroepen Organised Trading Facility (OTF))¹⁶ in ten minste één lidstaat of waarvoor toelating tot de handel is aangevraagd. Voor de toepassing van de Verordening Marktmisbruik is niet relevant of de gewraakte transactie of gedraging zelf op die beurs of het handelsplatform plaatsvindt.¹⁷

De uitbreiding tot instrumenten die worden verhandeld op een MTF of OTF is nieuw ten opzichte van de reikwijdte van de Richtlijn

13 Art. 12 jo. 15 Verordening Marktmisbruik.

14 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 van de Commissie van 17 december 2015 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot een vrijstelling voor bepaalde publieke organen en centrale banken in derde landen, de indicatoren van marktmanipulatie, de openbaarmakingsdrempels, de bevoegde autoriteit voor kennisgevingen van uitstel, de toestemming voor handel tijdens afgesloten perioden en typen aan te melden transacties van leidinggevend, *PbEU* 2016, L88/1.

15 Zie voor de definitie van financiële instrumenten van de Verordening Marktmisbruik hoofdstuk 1.

16 Art. 2 Verordening Marktmisbruik jo. art. 4 lid 1, punt 21, 22 en 23 van Richtlijn 2014/65/EU, *PbEU* L 173/349, 15 mei 2014 (Markets in financial Instruments Directive II, MiFID II).

17 Art. 2 lid 3 Verordening Marktmisbruik.

Marktmisbruik. De Nederlandse wetgeving kende die uitbreiding overigens al langer. Het toepassingsbereik van art. 5:58 (oud) Wft strekte zich al uit tot transacties in financiële instrumenten die zijn toegelaten tot een multilaterale handelsfaciliteit.¹⁸

De Verordening Marktmisbruik is van toepassing op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel, of financiële instrumenten waarvoor toelating tot de handel is aangevraagd. Niet alleen financiële instrumenten die daadwerkelijk aan de desbetreffende handelsplatformen zijn genoteerd, maar ook financiële instrumenten in het 'verhandelingssegment' van die markt vallen derhalve onder de reikwijdte van de nieuwe regeling.

a. Emissierechten en spotcontracten voor grondstoffen

Ook nieuw is de uitbreiding naar veilingen van emissierechten en naar bepaalde spotcontracten voor grondstoffen die geen voor de groothandel bestemde energieproducten zijn. Emissierechten kwalificeren sinds de inwerkingtreding van MiFID II ook als financieel instrument en vallen daarmee tevens onder het toepassingsbereik van de Verordening Marktmisbruik.¹⁹ De verwijzing naar spotcontracten in grondstoffen is ingegeven door de grote samenhang tussen de grondstofderivatenmarkten en de spotmarkt in grondstoffen. Een spotmarkt is een markt waarbij levering en betaling zeer snel (onmiddellijk tot maximaal enkele dagen) plaatsvindt nadat de transactie is gesloten.²⁰ Spotcontracten zijn om deze reden geen financiële instrumenten. Daarmee valt de handel in spotcontracten niet rechtstreeks onder de reikwijdte van de Verordening Marktmisbruik. Echter, spotmarkten in grondstoffen en grondstofderivatenmarkten zijn sterk gecorreleerd. Door het verrichten van transacties in spotcontracten is het daarom mogelijk om de markt in een grondstofderivaat te beïnvloeden, en vice versa. Marktmanipulatie op de ene markt kan dus effecten sorteren op die andere markt. Daarom is er in de Verordening Marktmisbruik voor gekozen om gedragingen die op de spotmarkt niet kwalificeren als marktmanipulatie toch als zodanig aan te merken als het effect van de manipulatie zich op de derivatenmarkt voordoet. En andersom.²¹ Spotmarkten als zodanig vallen ondanks deze uitbreiding nog steeds niet onder de reikwijdte van de Verordening Marktmisbruik. Wel kunnen zij het onderwerp zijn van specifieke regelgeving, zoals de REMIT

18 Art. 5:58 lid 1 jo. art. 5:56 lid 1 sub d Wft.

19 Overweging 21 Verordening Marktmisbruik.

20 De Verordening Marktmisbruik definieert de spotmarkt als een markt waarop levering 'onverwijld' plaatsvindt nadat de transactie is afgewikkeld (art. 3 lid 1 sub 15).

21 Overwegingen 20 en 22 van de Verordening Marktmisbruik; *Kamerstukken II 2015/16, 34455, nr. 3 (MvT)*, p. 3-4.

Verordening.²² Deze verordening ziet op transacties op de groothandelsmarkt in elektriciteit of gas voor levering in de Europese Unie. Omwille van de leesbaarheid zal in dit hoofdstuk niet steeds ook worden verwezen naar emissierechten en spotcontracten in grondstoffen, maar worden volstaan met het begrip 'financieel instrument'.

b. *High frequency trading*

De technologische ontwikkelingen hebben sinds het verschijnen van de Richtlijn Marktmisbruik in 2003 allerm minst stilgestaan. Zo hebben recent *high frequency trading* ('flitshandel') en andere vormen van geautomatiseerde of algoritmische handel hun intrede gedaan. MiFID II omschrijft algoritmische handel als handel in financiële instrumenten waarbij een computer-algoritme automatisch individuele parameters van orders bepaalt, waaronder (i) of de order moet worden geïnitieerd, (ii) het tijdstip, de prijs of de omvang van de order, (iii) of hoe de order nadat het is ingevoerd, moet worden beheerd, met weinig tot geen menselijk ingrijpen.²³ Het gaat kortom om geavanceerde technieken waarmee met behulp van complexe informatietechnologie rekenkracht en verwerkingssnelheid worden ingezet om geheel geautomatiseerd handelsstrategieën op te zetten en uit te voeren.²⁴ De Verordening Marktmisbruik hanteert deze zelfde definitie.²⁵

22 'Regulation on wholesale Energy Market Integrity and Transparency'. Verordening (EU) Nr. 1227/2011 van het Europees Parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende de integriteit en transparantie van de groothandelsmarkt voor energie, *PbEU* 2011, L326/1.

23 Art. 4 lid 1 sub 39 MiFID II.

24 Zie nader over het fenomeen high frequency trading en algoritmische handel R.H. Maatman, P.B. Teeboom & B. Verschoor, *High frequency trading, Ondernemingsrecht* 2012/122. In 2016 publiceerde de AFM haar rapport 'A case analysis of critiques on high-frequency trading' op www.afm.nl. Het rapport bevatte de bevindingen van de AFM naar aanleiding van een eigen onderzoek naar 'ghost liquidity' en 'liquidity detection strategies' van HFT-handelaren. Van ghost liquidity wordt gesproken wanneer liquiditeit zichtbaar is in de handelssystemen, maar waarop niet kan worden gehandeld omdat de liquiditeit is 'verdwenen' wanneer de order wordt ingelegd. Dergelijke ghost liquidity wordt nogal eens toegeschreven aan high frequency traders. 'Liquidity detection' is een handelsstrategie waarbij een high frequency trader detecteert dat een belegger een deel van een order heeft uitgevoerd. Het algoritme voorspelt vervolgens tot welk platform de belegger zich zal wenden voor het uitvoeren van het restant van zijn order. De high frequency trader kaapt de beschikbare liquiditeit op dat andere platform echter voor de belegger weg, om vervolgens als wederpartij van de belegger de transactie tegen voor de high frequency trader gunstiger voorwaarden aan te bieden. De steekproef van de AFM leverde geen bewijzen op voor liquidity detection op de Nederlandse markt.

25 Art. 3 lid 1 sub 18 Verordening Marktmisbruik, dat verwijst naar art. 4 lid 1 sub 39 MiFID II.

De Verordening Marktmisbruik bevat geen afzonderlijk regime voor high frequency trading en (andere) vormen van algoritmische handel. Daarmee ziet het algemene verbod op marktmanipulatie dus evenzeer op marktmanipulatie door middel van algoritmische handel als op transacties en gedragingen van conventionele beleggers. Wel bevatten de Verordening Marktmisbruik en de bijbehorende Gedelegeerde Verordening 2016/522 voorbeelden van specifieke misbruikstrategieën die kunnen worden uitgevoerd met behulp van algoritmische handel en high frequency trading. De gegeven voorbeelden zijn niet-limitatief, en evenmin bedoeld om te suggereren dat dezelfde strategieën die met andere middelen worden uitgevoerd, geen misbruik zouden inhouden.²⁶

c. *Poging*

Een andere uitbreiding van de reikwijdte van de Verordening Marktmisbruik betreft het uitdrukkelijk verbieden van de poging tot marktmanipulatie. Het kernverbod op marktmanipulatie van art. 15 Verordening Marktmisbruik omvat ook het 'trachten de markt te manipuleren'. De Richtlijn Marktmisbruik kende een dergelijk expliciet verbod niet. Bij een (niet geslaagde) poging tot marktmanipulatie valt te denken aan een manipulatieve order die door een computerstoring niet wordt uitgevoerd, of aan de situatie waarin een derde degene die van plan is de order in te leggen daarvan weerhoudt.²⁷

6.3.2 Begrip marktmanipulatie

Art. 12 Verordening Marktmisbruik bevat een vierledige definitie van het begrip marktmanipulatie.

De eerste categorie bevat twee subonderdelen. Hier gaat het om (i) transacties, handelsorders of andere gedragingen die daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen geven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten en (ii) transacties, handelsorders of andere gedragingen waarbij een of meer personen samenwerken om de koers van een financieel instrument

²⁶ Overweging 38 Verordening Marktmisbruik.

²⁷ Zie nader over de poging tot marktmanipulatie H.J. de Kluiver, F.G.H. Kristen & N. Lemmers, *Market Abuse Regulation: van Europese kaders naar uitleg en toepassing in Nederland*, in: *Preadviezen voor de Vereniging voor Financieel Recht*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 207 en D.R. Doorenbos, *De Verordening marktmisbruik in het economisch strafrecht*, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016/12, p. 538-544.

daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of een kunstmatig niveau te brengen.²⁸ Van marktmanipulatie is evenwel geen sprake indien de persoon die de transactie of andere gedragingen verricht, of de order plaatst, aantoont dat zijn beweegredenen daarvoor gerechtvaardigd zijn en dat de transactie, gedraging of order in overeenstemming is met een gebruikelijke marktpraktijk. Het begrip 'gebruikelijke marktpraktijken' is een formeel begrip. Het omvat slechts praktijken die als zodanig zijn aangemerkt door de bevoegde autoriteit van de markt in kwestie.²⁹ De tweede categorie omvat transacties, handelsorders en gedragingen met gevolgen of waarschijnlijke gevolgen voor de koers waarbij gebruik wordt gemaakt van oneigenlijke constructies of enige andere vorm van bedrog of misleiding. Als derde categorie noemt de Verordening Marktmisbruik de verspreiding van informatie – zoals geruchten en (andere) valse of misleidende berichten – die onjuiste of misleidende signalen geeft of waarschijnlijk zal geven met betrekking tot de instrumenten waar de Verordening Marktmisbruik op ziet. De vierde categorie ziet op de verspreiding van onjuiste of misleidende informatie of de verspreiding van onjuiste of misleidende *inputs* in verband met een benchmark.

De verboden handelingen zijn neutraal geformuleerd. In geen van de gevallen is vereist dat het oogmerk van degene die de transactie verricht of de informatie verspreidt erop is gericht om de markt te manipuleren, of dat de betrokkene zich ten minste bewust was van het effect dat zijn handelen heeft of kan hebben. Subjectieve elementen als opzet of schuld ontbreken. Dit is destijds een bewuste keuze van de opstellers van de Richtlijn Marktmisbruik geweest.³⁰ Deze benadering is gehandhaafd in de Verordening Marktmisbruik. Gekozen is voor een definitie die "concreet genoeg [is] om een stimulans voor verantwoordelijk gedrag van marktdeelnemers te vormen en hierbij als richtsnoer te dienen, en abstract genoeg om de noodzakelijke flexibiliteit te bieden met het oog

28 Art. 12 lid 1 sub a Verordening Marktmisbruik.

29 Art. 13 Verordening Marktmisbruik. In Nederland waren transacties voortvloeiend uit een zogenaamde 'liquiditeitsovereenkomst' aangewezen als gebruikelijke marktpraktijk. Een uitgevende instelling kan een dergelijke overeenkomst sluiten met een beleggingsonderneming met als doel om de liquiditeit in de eigen aandelen te bevorderen, waardoor koersschommelingen die uitsluitend worden veroorzaakt door het ontbreken van liquiditeit worden voorkomen. Deze geaccepteerde marktpraktijk is door de AFM, na een inventarisatie, beëindigd wegens gebrek aan belang. De Regeling gebruikelijke marktpraktijken Wft is daarom per 12 juli 2017 vervallen.

30 Ontwerp Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmisbruik) (ingediend door de Commissie) – artikelsgewijze toelichting (COM (2001) 281 final), p. 6-7.

op de aanpassing aan nieuwe marktontwikkelingen wanneer deze zich voordoen".³¹

Evenmin is relevant of het handelen de betrokkene enig voordeel oplevert. In het geval van art. 12 lid 1 sub a onder i Verordening Marktmisbruik is zelfs niet vereist dat de transactie daadwerkelijk een misleidend signaal heeft opgeleverd. Voldoende is al dat dit waarschijnlijk is. Bovendien ontbreekt in de transactiegerelateerde gedragingen enig ander subjectief element.³² Het enkele resultaat, gevolg of kenmerk van de transactie telt. Slechts in de derde en vierde categorie speelt de (geobjectiverde) bewustheid van degene die de informatie of inputs verspreidde een rol.

Net als onder het vervallen art. 5:58 Wft (respectievelijk diens voorganger art. 46b Wte) is beleggen onder de Verordening Marktmisbruik daarmee een riskantere bezigheid geworden. Zo dient een belegger er zich bij iedere transactie van te vergewissen welk signaal hiervan uitgaat, en of dat signaal wellicht misleiding tot gevolg heeft. Vervolgens laat de definitiebepaling van art. 12 Verordening Marktmisbruik na ook maar een begin van een aanwijzing te geven hoe de daarin opgenomen open en algemene begrippen zouden moeten worden ingevuld. De tekst van art. 12 lid 1 Verordening Marktmisbruik biedt teleurstellend weinig houvast bij het vaststellen of een concrete transactie nu wel of niet toelaatbaar is. Evidente vormen van marktmanipulatie worden wel genoemd in de Annex van de Verordening Marktmisbruik en Annex II van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 onder de Verordening Marktmisbruik (zie ook hierna), maar de reikwijdte van de bepaling is niet tot dergelijke gevallen beperkt.

Dit klemmt te meer nu overtreding van het manipulatieverbod strafrechtelijk is gesanctioneerd. De vraag dringt zich op of nog wel

31 Ibid. Het Economisch en Sociaal Comité heeft overigens nog getracht het element 'opzet' te introduceren in de definitie van marktmanipulatie. Het Comité overwoog dat van belang is "uitdrukkelijk te bepalen dat de markt met kennis van zaken, met andere woorden opzettelijk, moet worden gemanipuleerd. Opzet is een in het strafrecht algemeen aanvaard strafbaarheidsvereiste, dat onderdeel van de waarborgen van de verdachte vormt" (Advies van het Economisch en Sociaal Comité over het 'Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmisbruik)', *PbEU* 2002, C 80/61).

32 Dit is een bewuste keuze van de Europese wetgever. Van diverse kanten werd de wens geuit om subjectieve elementen als opzet of desbewustheid in de eerdere Richtlijn Marktmisbruik op te nemen. Zie nader noot 19.

sprake is van een *lex certa*.³³ Met name bij het vaag en algemeen geformuleerde art. 12 lid 1 sub a onder i Verordening Marktmisbruik kan daar op zijn minst over worden getwijfeld.

a. *Misleidend signaal (art. 12 lid 1 sub a onder i Verordening Marktmisbruik)*

Art. 12 lid 1 sub a onder i en ii Verordening Marktmisbruik komt grotendeels overeen met de definitie van marktmanipulatie uit de Richtlijn Marktmisbruik en het vervallen art. 5:58 lid 1 sub a en b Wft. Het "onjuiste of misleidende signalen geven of waarschijnlijk zullen geven" uit de Richtlijn Marktmisbruik was in de Wft door de Nederlandse wetgever vertaald met "waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is". Aan de aangebrachte nuances door de Nederlandse wetgever lagen vooral taalkundige redenen ten grondslag.³⁴ Daarnaast motiveerde de wetgever de voorkeur voor "te duchten" boven de term 'waarschijnlijk' met een verwijzing naar de lading die het begrip in het Nederlandse strafrecht heeft. Een gevaar is 'te duchten' wanneer "naar de gewone loop der dingen zonder

33 Vgl. bijv. A-G Wortel, die in zijn conclusie bij *Cardio Control* (HR 6 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AY6713, NJ 2008/467; JOR 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer, *RvdW* 2007/193 (*Cardio Control*)) voorspelt dat wij met marktmanipulatie als misdrijf nog het nodige te stellen zullen krijgen: "Wie benieuwd is hoe een moderne wetgever met 'lex certa' en de onschuldpresumptie omgaat: binnenkort zal onder (zeer veel) meer strafbaar zijn het bewerkstelligen van een effectentransactie 'waarvan een (...) misleidend signaal (...) te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten, tenzij degene die de transactie (...) heeft (...) bewerkstelligd aantoon dat zijn beweegredenen om de transactie (...) te bewerkstelligen gerechtvaardigd is en dat de transactie (...) in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende (...) markt'; art. 5:58, eerste lid onder a jo art. 5:54 van de aanstaande Wet op het financieel toezicht. Let wel: ik wil mij niet zonder meer laten kennen als een verklaard tegenstander van deze wetgevingstechniek. Tot op zekere hoogte is te billijken dat een wetgever diffuse normen beschikbaar stelt om misbruik van een diffuse omgeving te bestrijden. Aangezien iedere effectentransactie per definitie opzettelijk wordt verricht, lijkt mij ook niet op voorhand onredelijk om een verklaring te vergen voor de transactie die vragen oproept. Niettemin: bij kerend tij zal ook de rechter zich op zijn uitgangspunten moeten bezinnen. Dit soort wetgeving maakt rechtspolitiek in de zittingszaal onvermijdelijk, want vagere normen dwingen de rechter zich nadrukkelijker op de redelijkheid van het resultaat te bezinnen", aldus de A-G.

34 Een transactie kan, in de ogen van de wetgever, geen signaal geven, maar een dergelijk signaal kan daar wel van uitgaan (*Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3 (MvT), p. 31).

buitengewone omstandigheden de ernstige mogelijkheid van de noodlottige afloop aanwezig is".³⁵ Met andere woorden: er moet een grote kans bestaan dat de transactie een onjuist of misleidend signaal geeft. Met de inwerking-treding van de Verordening Marktmisbruik behoort dit verschil in woord-keuze tot het verleden.

Het feit dat de bepaling onderscheid maakt tussen onjuiste signalen en misleidende signalen duidt erop dat een niet onjuist signaal toch misleidend kan zijn. Een niet onjuist signaal kan misleidend zijn doordat het signaal een op zichzelf niet onjuist, maar wel onvolledig beeld van de werkelijke verhoudingen of bedoelingen van de betrokkenen geeft.

De scheidslijn tussen geoorloofd en ongeoorloofd handelen is door de algemene formulering van de bepaling moeilijk te trekken. Een voorbeeld: als een (grote) belegger wiens visie enig gezag in de markt heeft geleidelijk zijn belang in een uitgevende instelling uitbreidt, dan komt het voor dat andere beleggers kort daarna eenzelfde positie innemen uitsluitend omdat de 'goeroe' hetzelfde heeft gedaan en erop wordt vertrouwd dat hij 'wel zal weten wat hij doet'. Vervolgens stijgt de koers van het desbetreffende effect als gevolg van de toegenomen vraag. Geeft een dergelijke belegger een misleidend signaal indien hij kort na het doen van de transactie van gedachten verandert en daarom zijn positie weer afbouwt? Of is dan wellicht sprake van het 'dirigeren' van de koers naar een kunstmatig niveau in de zin van art. 12 lid 1 sub a onder ii Verordening Marktmisbruik? Ik zou menen van niet indien de verkoop-beslissing slechts is ingegeven door voortschrijdend inzicht. De motieven van de belegger zijn echter vaak moeilijk aan te tonen, en spelen volgens de letterlijke tekst van de wetbepaling geen rol. Bovendien gaf de wetgever aan hier onder omstandigheden anders over te denken. Tijdens de parlementaire behandeling van de Wet Marktmisbruik gaf de Minister van Financiën desgevraagd aan dat indien een dergelijke belegger een groot pakket koopt voordat die informatie wordt verspreid, en vervolgens weer van de hand doet nadat de koers is gestegen, er naar zijn oordeel sprake is van "een goed vermoeden van koersmanipulatie".³⁶ Tegelijk erkende de Minister dat het van belang is bij ieder afzonderlijk geval aannemelijk te maken dat daadwerkelijk sprake is van marktmanipulatie, zodat de rechter tot het oordeel kan komen dat dit wettelijk en overtuigend is bewezen. Een vermoeden is uiteraard niet voldoende.

35 T.J. Noyon/G.E. Langemeijer & J. Remmelink, *Het Wetboek van Strafrecht*, artikel 157, aant. 2, Deventer: Kluwer 1997/98, p. 329, tevens aangehaald in *Kamerstukken II 2004/05*, 29827, nr. 3 (MvT), p. 31.

36 *Handelingen II 2004/05*, 83, p. 4984.

Tot slot zij opgemerkt dat niet alleen het daadwerkelijk (zelf) verrichten van de transactie, maar ook het een ander bewegen tot het doen van een transactie onder het verbod valt. Dit geldt overigens ook voor de overige verboden van art. 12 lid 1 Verordening Marktmisbruik.

b. *Kunstmatig prijsniveau (art. 12 lid 1 sub a onder ii Verordening Marktmisbruik)*

'Koersorkestratie'³⁷ en andere wijzen van het op een kunstmatig niveau houden van een koers waren voor het in werking treden van de Wet Marktmisbruik niet eenvoudig te vervolgen. Een specifieke hiertegen gerichte bepaling ontbrak. Nu zal dergelijk handelen echter snel vallen onder de reikwijdte van art. 12 lid 1 sub a onder ii Verordening Marktmisbruik. Hamvraag bij de toepassing van deze bepaling is wanneer een koersniveau al dan niet kunstmatig is. Volgens de Nederlandse wetgever is hiervan onder meer sprake indien de koers kunstmatig tot stand is gekomen buiten de normale vraag- en aanbodverhoudingen, en deze geen reële afspiegeling vormt van de daadwerkelijke financiële en economische omstandigheden van het desbetreffende effect of de uitgevende instelling. De vraag is dan echter vervolgens wat normale vraag- en aanbodverhoudingen zijn. Een cirkelredenering ligt op de loer: het gaat er bij de vraag naar het kunstmatige niveau nu juist om of de gewraakte transactie deel uitmaakt van de normale vraag- en aanbodverhoudingen. Daarnaast kan

37 Term ontleend aan HR 27 juni 1995, NJ 1995/662 m.nt. Schalken (HCS). In deze strafzaak ging het onder andere om de vraag of het omlaag 'orkestreren' van de koers van het aandeel HCS door het plaatsen van grote verkooporders geoorloofd was. De transacties vonden plaats om een emissie en daarmee een reddingsoperatie van het geplaagde beursfonds te doen slagen. De zaak stond overigens vooral in de sleutel van misbruik van voorwetenschap, waarvan verdachte werd vrijgesproken. De commissionair die de order in opdracht van verdachte uitvoerde, kwam er minder goed vanaf. De Commissie van Beroep van de Vereniging voor de Effectenhandel (een van de voorgangers van Euronext Amsterdam NV) oordeelde dat een commissionair zijn medewerking dient te onthouden aan de uitvoering van orders in gevallen waarin hem bekend is dat de handel tot stand komt tussen partijen die ongelijk zijn geïnformeerd (Commissie van Beroep 13 augustus 1992, *Maandblad NV* 1992, p. 230-232). De Commissie meende tevens dat in het midden kon blijven of het de opdrachtgever geoorloofd was een opdracht tot koersmanipulatie te geven. Het aanvaarden en uitvoeren van een dergelijke (al dan niet toegestane) order achtte de Commissie 'in strijd met hetgeen een ieder die in de effectenhandel werkzaam is betaamt'. Daarover kritisch: W.C.L. van der Grinten, *Koersorkestratie*, *Maandblad NV* 1992/10, p. 209. Zie tevens G.T.J. Hoff, *Tuchtrechtspraak van de Vereniging voor de Effectenhandel*, V&O 1993, p. 64-67 en G.T.J. Hoff, *In de maat van de koersdirigent*, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Financiering en aansprakelijkheid* (Serie Onderneming en Recht, deel 1), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 39-40.

niet van iedere koers gezegd worden dat deze een 'reële afspiegeling' is van de financiële en economische omstandigheden van de uitgevende instelling of onderliggende waarde. Beleggers handelen niet altijd rationeel en koersen reageren op meer dan uitsluitend de *fundamentals* van de uitgevende instelling of het effect.

Een hard en algemeen bruikbaar criterium voor de 'kunstmatigheidstoets' is kortom niet gegeven. Ondanks de neutrale formulering is daarom niet ondenkbaar dat een rechter die de bepaling moet toepassen onder meer rekening zal houden met factoren als of de transactie gebruikelijk of logisch is, past binnen een patroon van eerder gedane transacties, te verklaren is uit de samenstelling van de portefeuille van de betrokkene, noodzakelijk was om aan verplichtingen te voldoen, de signalen uit de Verordening Marktmisbruik en andere achtergronden die al dan niet zouden kunnen wijzen op legitiem handelen. *Circumstantial evidence* dus.

Het kunstmatige niveau kan, maar hoeft niet ongebruikelijk laag of hoog te zijn. Het 'stutten' van een koersval of temperen van prijsstijgingen bijvoorbeeld kan leiden tot een koers die – ten onrechte – dicht bij de gemiddelde of gebruikelijke koers ligt. Daarnaast is niet vereist dat het kunstmatige koersniveau gedurende een zekere tijd wordt vastgehouden. Het enkele bereiken van en zelfs het brengen naar het kunstmatige niveau is voldoende. Het begrip 'houden' moet dus ruim worden geïnterpreteerd.³⁸ Koersstabilisatie in het kader van een beursgang is onder omstandigheden toegestaan (zie § 4.5.2).

c. *Bedrog en misleiding (art. 12 lid 1 sub b Verordening Marktmisbruik)*

Doel van deze bepaling is het tegengaan van manipulatievormen waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrieglijke of misleidende handelingen. Daarbij is te denken aan oneigenlijke constructies als het innemen van een *short-* (of *long-*)positie en het vervolgens verspreiden van een onjuist

38 De Richtlijn Marktmisbruik spreekt in art. 1 lid 2 sub a, tweede gedachtestreepje, van een "abnormaal of een kunstmatig niveau". Het bestanddeel 'abnormaal' komt in de Nederlandse bepaling niet voor, maar moet volgens de toelichting bij art. 5:58 Wft begrepen worden onder het bestanddeel 'kunstmatig'. Een abnormale koers, in de betekenis van een niveau dat teveel afwijkt van de gebruikelijke waarden, hoeft geen gevolg te zijn van koersmanipulatie, maar kan zijn oorzaak vinden in legitiem handelen (het massaal verkopen van stukken na de bekendmaking van slecht nieuws bijv.). De koers die daarvan het gevolg is, is wellicht in vergelijking met de bandbreedte waarbinnen de koers van het desbetreffende effect zich doorgaans beweegt een 'abnormale', maar geen kunstmatige. Een abnormale koers die niet wordt veroorzaakt door legitiem handelen daarentegen zal al snel kunstmatig zijn, aldus de wetgever (*Kamerstukken II 2004/05, 29827, nr. 3 (MvT)*, p. 32. *Idem.*: *Kamerstukken II 2005/06, 29708, nr. 19, p. 603*).

negatief (of positief) bericht,³⁹ om na de door het bericht veroorzaakte koersval (of koersstijging) de positie weer te sluiten. Ook het al te creatief omgaan met meldingsplichten kan onder omstandigheden onder de verbodsbepaling vallen. Het zodanig structureren van een transactie dat een meldingsplicht wordt vermeden met als doel om de markt daardoor inzicht in de werkelijke verhoudingen te onthouden, kan als voorbeeld hiervan dienen. Voor het omgekeerde geval, het structureren van een transactie met als doel het creëren van een meldingsplicht terwijl de werkelijke verhoudingen niet wijzigen, geldt hetzelfde.⁴⁰

Ten tijde van de implementatie van de Richtlijn Marktmisbruik in 2005 was de Nederlandse wetgever aanvankelijk niet van plan deze bepaling op te nemen. De bestaande regelingen uit het Wetboek van Strafrecht zouden in de ogen van de wetgever de materie reeds afdoende regelen. Daarbij werd met name gedacht aan art. 326, 326a, 328bis, 334 en 336 Sr.⁴¹ Al snel werd echter ingezien dat deze bepalingen een algemenere en beperktere reikwijdte hebben, en gaf de wens om de Richtlijn Marktmisbruik getrouwer te implementeren de doorslag.⁴² Bovendien ontbrak de mogelijkheid om de genoemde strafbepalingen ook bestuursrechtelijk te handhaven, hetgeen de Richtlijn Marktmisbruik wel verlangde.⁴³

d. Misleidende informatie (art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik)

Dat met onjuiste of misleidende berichten de markt eenvoudig op het verkeerde been gezet kan worden, bleek reeds uit het in de inleiding van dit hoofdstuk aangehaalde bericht. Art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik en voorganger art. 5:58 lid 1 sub d Wft kunnen worden gezien als een verbeterde versie van art. 334 Sr.⁴⁴ Anders dan art. 334 Sr vereist deze vierde variant geen causaal verband tussen het bericht en de koersbeweging. Zelfs een invloed op de koers is niet vereist, hoewel de

39 Het verspreiden van een dergelijk bericht zal bovendien onder art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik vallen.

40 Deze en andere voorbeelden worden eveneens genoemd in Afdeling 2 van Bijlage II van Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522.

41 Consultatiedocument Wet Marktmisbruik van 27 maart 2003 – Artikelsgewijze toelichting (art. 46b Wte 1995 (thans art. 5:58 Wft)).

42 *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3 (MvT), p. 32. Idem.: *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 603.

43 Art. 14 lid 1 Richtlijn Marktmisbruik.

44 Gemeten naar het aantal veroordelingen op basis van dit artikel is art. 334 Sr geen succes. De bepaling bleef overigens na de inwerkingtreding van art. 46b Wte 1995 en diens opvolger art. 5:58 Wft gewoon bestaan. Zie nader D.R. Doorenbos, *Financieel strafrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1992, p. 291-303.

vraag is of nog wel sprake is van een misleidend signaal indien de koers niet van zijn plaats komt.

De bepaling is de tegenhanger van art. 12 lid 1 sub a onder i en ii Verordening Marktmisbruik. In beide gevallen gaat het erom of van de gedraging een onjuist of misleidend signaal uitgaat of dat dat waarschijnlijk is. In onderdeel c is de gedraging waarbij wordt aangeknoopt echter het verspreiden van informatie, en in onderdeel a het verrichten van een transactie of plaatsen van een order. In onderdeel c wordt als aanvullende eis gesteld dat degene die de informatie verspreidt "wist of had moeten weten" dat die informatie onjuist of misleidend was. Onderdeel a stelt deze aanvullende eis niet. Het verspreidingsbegrip uit de definitie is ruim en omvat het verspreiden via de traditionele media, via internet of via andere kanalen.

Net als de vorige categorieën is de bepaling zeer ruim en algemeen geredigeerd. Hieronder vallen niet alleen evidente vormen van misleiding zoals het verspreiden van een vals persbericht of het verschaffen van onjuiste informatie aan beleggers door beursgenoteerde ondernemingen of andere betrokkenen,⁴⁵ maar ook kleinschaliger en op het eerste gezicht

45 Vgl. Hof Amsterdam 29 juli 2014, *JOR* 2014/300 m.nt. Doorenbos (*VEB/Fortis*). In deze civiele zaak ging het om de vraag of de Staat en Fortis zich schuldig zouden hebben gemaakt aan marktmanipulatie als bedoeld in art. 5:58 Wft (oud) door in de periode voorafgaand aan de redding van Fortis door de Staat te positieve informatie over de bank-verzekeraar naar buiten te brengen. De vorderingen tegen de Staat werden afgewezen, maar het hof wees de vordering tegen Fortis (inmiddels omgedoopt tot Ageas) toe. In CBb 4 maart 2014, *JOR* 2014/133 m.nt. Stevens (*Ageas/AFM*) bekrachtigde het CBb de door de AFM opgelegde boete aan Fortis wegens overtreding van art. 5:58 lid 1 sub d Wft (verspreiden van misleidende informatie) door te positieve berichten te verspreiden over de solvabiliteit van Fortis in het voorjaar en de zomer van 2008. Zijdelings gerelateerd aan deze zaken is CBb 22 januari 2015, *JOR* 2015/108. Een analist die beroepshalve het aandeel Fortis volgde, mailde zijn relaties enkele maanden voordat Fortis gered moest worden met weinig genuanceerde teksten als "Fortis is toast". Het CBb vond, anders dan de AFM, dat de verspreide mededelingen niet misleidend waren. De geadresseerden van de berichten zouden voldoende in staat moeten zijn feiten en meningen te scheiden. Andere voorbeelden zijn de zaken gerelateerd aan het inmiddels gefailleerde Royal Imtech N.V., waarbij de AFM boetes oplegde aan Imtech (na faillissement) én aan de ceo en cfo wegens het niet tijdig openbaarmaken van koersgevoelige informatie en marktmanipulatie (verspreiden van misleidende informatie). De rechtbank Rotterdam vernietigde de boetes opgelegd aan de ceo en de cfo (rechtbank Rotterdam 24 april 2017, *ECLI:NL:RBROT:2017:3061* en *ECLI:NL:RBROT:2017:3062*). Het ging in deze zaken om de vraag of Imtech op 20 juli 2012, toen het een positief getoonzet persbericht publiceerde, wel volledige informatie had verstrekt. Aanleiding om hieraan te twijfelen was een persbericht van 4 februari 2013, met een zeer negatieve boodschap over een project in Polen (dat uiteindelijk tot de ondergang van Imtech leidde). Volgens de AFM had Imtech op 20 juli 2012 al weet van de negatieve ontwikkelingen. Volgens de rechtbank was echter noch sprake van koersgevoelige informatie, noch van marktmanipulatie. De rechtbank vond de negatieve informatie die Imtech volgens de AFM eerder had →

onschuldiger vormen. Het plaatsen van een onjuiste of misleidende mededeling op één van de vele beleggersfora die het internet rijk is bijvoorbeeld, kan naar de letter van art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik eveneens een overtreding van de bepaling opleveren. De berichten die op dergelijke fora onder meer door zelfverklaarde experts worden geplaatst, zijn doorgaans niet allemaal even genuanceerd en zorgvuldig geformuleerd, en soms zelfs apert onjuist. Zo'n forum is een weinig gezaghebbende informatiebron, en de gemiddelde deelnemer weet dat ook. Hoe dit ook zij, art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik houdt met deze omstandigheden geen rekening, en verlangt ook van degene die een bericht op een forum plaatst dat hij de grenzen die deze bepaling trekt niet overschrijdt.⁴⁶ Het deelnemen aan dergelijke discussies is dan ook niet geheel zonder risico.⁴⁷ Overigens hoeft degene die onbewust een onjuiste uitspraak doet zich niet onmiddellijk zorgen te maken. De bepaling komt pas in beeld indien hij had moeten weten dat het bericht onjuist of misleidend was.

Journalisten

Net als de Richtlijn Marktmisbruik beoogt de Europese wetgever met de Verordening Marktmisbruik niet om de persvrijheid en de vrijheid van

moeten publiceren op het moment van het eerste persbericht nog niet concreet genoeg. De AFM had niet buiten redelijke twijfel aangetoond dat Imtech op 20 juli 2012 had moeten veronderstellen dat het geplande project wegens financiële problemen niet door zou gaan.

46 Aldus ook de streng geformuleerde Overweging 48 (Verordening Marktmisbruik): "Gezien het toegenomen gebruik van websites, blogs en sociale media moet duidelijk worden gemaakt dat verspreiding van onjuiste of misleidende informatie via internet, met inbegrip van de sociale media of anonieme blogs, voor de toepassing van deze verordening als equivalent aan te merken is als wanneer zulks via traditionelere communicatiekanalen gebeurt."

47 Dat was het voor inwerkingtreding van art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik, art. 5:58 Wft resp. 46b lid 1 sub d Wte 1995 overigens ook niet. In 2000 trachtte een deelnemer aan het discussieforum Guru de koers van het aandeel Cardio Control te doen stijgen door het plaatsen van het volgende bericht: "Het lijkt erop dat een minderheidsbelang van eigenaar verwisselt. Dit is vaak het begin van een grote stijging!!!!". Het was echter de verdachte zelf die kort voor het plaatsen van het bericht een groot pakket aandelen Cardio Control kocht, dat hij diezelfde dag weer verkocht. Hij wist dus dat de suggestie die hij in zijn bericht wekte niet juist kon zijn. De overige deelnemers aan het forum waren onvoldoende onder de indruk van het bericht. Tot enige transacties in het fonds heeft het bericht niet of nauwelijks geleid. Wel werd verdachte voor de poging veroordeeld op grond van art. 334 Sr (rechtbank Amsterdam 3 juli 2003, JOR 2003/205 m.nt. Italianer (*Cardio Control*)), Hof Amsterdam 12 juli 2005, JOR 2005/298 m.nt. Nelemans en bevestigd in HR 6 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AY6713, NJ 2008/467, JOR 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer, *RvdW* 2007/193 (*Cardio Control*)).

meningsuiting in te perken.⁴⁸ Toch zou de ruime formulering van art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik en de bijbehorende strafbedreiging (financieel) journalisten kunnen afschrikken. Daarom voorziet art. 21 Verordening Marktmisbruik in een uitzondering voor deze groep. Voor de toepassing van het verbod wordt het verspreiden van informatie ten behoeve van journalistieke doeleinden of andere uitdrukkingsvormen in de media beoordeeld met inachtneming van de bepalingen inzake de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting en journalistieke gedragscodes.⁴⁹ Bij de journalistieke gedragscodes waarnaar de uitzondering verwijst, kan met name worden gedacht aan de journalistieke gedragsregels opgesteld door de Nederlandse Vereniging van Journalisten en het Genootschap van Hoofdredacteuren, en de algemene regels die zijn te destilleren uit de beslissingen van de Raad voor de Journalistiek. Deze regelgeving verlangt onder andere dat de journalist zorgvuldig te werk gaat, zijn bronnen controleert en hoor en wederhoor toepast. De uitzondering gaat niet op indien de journalist met de informatie ander voordeel behaalt dan de beloning voor zijn journalistieke prestatie, of indien de openbaarmaking of verspreiding wordt verricht met de bedoeling de markt te misleiden.

Onder omstandigheden kan een column, interview of vergelijkbare uiting tevens een beleggingsaanbeveling in de zin van art. 20 Verordening Marktmisbruik zijn. In dat geval zullen de opsteller, uitbrenger en verspreider van de aanbeveling bovendien de voor dergelijke aanbevelingen geldende regels in acht moeten nemen.⁵⁰

Aandeelhoudersactivisme en marktmanipulatie

Vanwege zijn ruime reikwijdte kan art. 12 Verordening Marktmisbruik – en in het bijzonder lid 1 sub c daarvan – eveneens in beeld komen wanneer activistische aandeelhouders van beursfondsen zich roeren. Dit ervoer onder andere hedgefonds TCI toen het in februari 2007 trachtte door middel van een brief aan de raad van bestuur van ABN AMRO de strategie van de bank te beïnvloeden. Particuliere transparantiewaakhond

48 Ov. 44 Richtlijn Marktmisbruik en ov. 77 Verordening Marktmisbruik.

49 Het begrip 'journalist' moet blijken de Memorie van Toelichting bij het vervallen art. 5:58 lid 1 sub d Wft ruim worden uitgelegd. Het omvat ook de uitgever, omroep of andere media die betrokken zijn bij het naar buiten brengen van de informatie van de journalist (*Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3 (MvT), p. 33. *Idem.*: *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 604).

50 Zie nader hoofdstuk 7 van dit Handboek Marktmisbruik.

SOBI verdacht TCI ervan zich schuldig gemaakt te hebben aan marktmanipulatie en gebruik van voorwetenschap en verzocht de AFM een onderzoek te doen.⁵¹

Andere beursfondsen die in aanraking kwamen met het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme zijn onder andere Akzo Nobel, TNT, ASML, Ahold, VNU, CSM, Stork en Euronext. Gemene deler is steeds dat de activistische (*event-driven*) aandeelhouder – vaak een hedgefonds – een belang in een beursfonds opbouwt, om zich vervolgens intensief met de strategie van die onderneming te bemoeien in de hoop zo de waarde van zijn deelneming te verhogen. De voorbeelden tonen aan dat brieven of andere mededelingen van dit soort aandeelhouders grote gevolgen kunnen hebben voor de onderneming die het doelwit is, en voor de koers van het aandeel van die onderneming.

Een activistische aandeelhouder maakt zijn eisen doorgaans kenbaar door een brief te schrijven aan het bestuur van de onderneming. Soms vergezeld van de hint dat de inhoud van de brief wel eens koersgevoelige informatie zou kunnen betreffen, om zo de onderneming te bewegen de strekking van de brief openbaar te maken.⁵² Komt daarbij het verbod van art. 12 lid 1 sub c Verordening Marktmisbruik in beeld? Ik zou menen dat dat niet snel het geval is. Voordat dergelijk gedrag onder de reikwijdte van de verbodsbepaling valt, dient ten minste voldaan te zijn aan twee cumulatieve voorwaarden: (i) het bericht dient informatie te bevatten waarvan daadwerkelijk of waarschijnlijk een onjuist of misleidend signaal uitgaat met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument en (ii) de verspreider van het bericht dient te weten dat de informatie onjuist of misleidend is. Uit de tweede voorwaarde vloeit in wezen een derde voorwaarde voort, namelijk

51 SOBI gaf de volgende reden voor haar verzoek: "TCI heeft in stilte een belang opgebouwd dat volgens mededelingen in de pers 'groter dan 1%' is. Vervolgens heeft TCI een voorzienbaar koersopdrijvende mededeling naar buiten gebracht, die betrekking had op een kansarme wens, namelijk het in onderdelen verkopen van de ABN AMRO bank." SOBI zag in de gebeurtenissen aanleiding om de AFM in maart 2007 te verzoeken een onderzoek te doen naar vermeende overtreding van de marktmisbruikbepalingen door TCI. De AFM antwoordde echter terecht dat de AFM geen mededelingen kan doen over de stand van eventuele onderzoeken of over de vraag of door de AFM een onderzoek is ingesteld (zie www.sobi.nl).

52 Zie o.a. AFM, Rapport 'Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik', maart 2007, www.afm.nl, p. 21.

dat de verspreide informatie zelf (en niet alleen het signaal dat daarvan uitgaat) onjuist of misleidend dient te zijn.⁵³ En daar is vaak al geen sprake van.⁵⁴

De AFM geeft in haar rapport 'Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik' aan geen oordeel uit te spreken over het verschijnsel aandeelhoudersactivisme an sich.⁵⁵ Wel heeft het fenomeen de aandacht van de toezichthouder, en zal zij bij incidenten verifiëren of voldaan is aan de regelgeving omtrent openbare biedingen, marktmisbruik en meldingsplichten.⁵⁶

e. *Benchmarkmanipulatie (art. 12 lid 1 sub d Verordening Marktmisbruik)*

Met de inwerkingtreding van de Verordening Marktmisbruik zijn ook gedragingen met betrekking tot *benchmarks* als Euribor of Libor onder het bereik van het manipulatieverbod gebracht. De affaire rondom de manipulatie van de London Interbank Offered Rate kwam op toen de onderhandelingen over een nieuwe Verordening Marktmisbruik al in

53 Zie uitvoeriger over dit onderwerp J.T.C. Leliveld, Aandeelhoudersactivisme en marktmisbruik, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2007/4, p. 104-108, T.M. Stevens, Hedge funds en marktmanipulatie, *O&F* 2006/73, p. 20-25 en P.E.B. Corten, Actie TCI tegen ABN AMRO is geen koersmanipulatie, *Het Financieele Dagblad*, 24 mei 2007, p. 10.

54 Zie nader over aandeelhoudersactivisme en marktmanipulatie Leliveld (2007), p. 104-108 en F.M. Peters, Activistische aandeelhouders en voorwetenschap over zichzelf, *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2008/4, p. 134-137.

55 AFM (2007), p. 23. De Engelse toezichthouder FSA gaat iets (maar niet veel) verder. "There is also obvious potential for abuse were a participant deliberately to set out to generate a false rumour or expectation of some future corporate action knowing that it, or others associated with it, may be able to take advantage of a short term movement in the price of the target's securities. Generally we expect market participants to take reasonable care to ensure that any announcement or informal comment does not give rise to false or in the circumstances deceptive signals about their intentions. In deciding whether such conduct amounts to market abuse, we will take into account whether a reasonable person would know or should have known that information was false or misleading" (FSA Market Watch, Newsletter on Market Conduct and Transaction Reporting Issues, Issue 20, mei 2007). De FSA gaat derhalve ten minste uit van de goede bedoelingen van activistische aandeelhouders en andere marktdeelnemers, en geeft een specifiek voorbeeld van gedrag dat de FSA wél in strijd vindt met het verbod.

56 Indien die verificatie daartoe aanleiding geeft, zo vervolgt de AFM, kan de AFM (i) een belegger als bieder aanmerken, (ii) beleggers aanmerken als 'acting in concert', (iii) een melding ex hoofdstuk 5.3 Wft ('Regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen') zelf openbaar maken, (iv) verzoeken om inlichtingen in verband met de potentieel onjuiste of misleidende berichten, (v) een aanwijzing geven strekkende tot het inacht nemen van de voorschriften ter zake van beleggingsaanbevelingen, en (vi) aangifte doen of een boete of last onder dwangsom opleggen (AFM (2007), p. 23).

volle gang waren. Dit was voor de Europese Commissie aanleiding om aan te sturen op een expliciet verbod op benchmarkmanipulatie.⁵⁷ Art. 2 lid 2 sub c van Verordening Marktmisbruik bepaalt nu expliciet dat het verbod op marktmanipulatie ook ziet op gedragingen die verband houden met benchmarks. Verspreiding van onjuiste of misleidende informatie over een benchmark, het verstrekken van onjuiste of misleidende inputgegevens in het kader van de berekening van een benchmark of andere gedragingen waardoor de berekening van een benchmark wordt gemanipuleerd, vallen sindsdien onder het verbod.⁵⁸

De Wet op het financieel toezicht bevatte overigens – vooruitlopend op de Verordening Marktmisbruik – al een verbod op benchmarkmanipulatie. Op 1 januari 2015 werd art. 5:58a Wft ingevoerd, als reactie op de commotie rondom de manipulatie van de Libor rentevoet. Artikel 5:58a Wft verbood het verstrekken of verspreiden van onjuiste of misleidende informatie ten behoeve van de vaststelling van een benchmark, terwijl de verstrekker of verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is, dan wel andere gedragingen te verrichten met het oogmerk de vaststelling van een benchmark te manipuleren. De poging tot benchmarkmanipulatie viel ook onder het verbod.⁵⁹ Met de inwerkingtreding van de Verordening Marktmisbruik is art. 5:58a Wft vervallen.

f. Voorbeelden

De definitie noemt tevens een aantal op het eerste gezicht betrekkelijk willekeurig gekozen voorbeelden van gedragingen die onder de definitie vallen.⁶⁰ Dit zijn de volgende:

- (i) het verwerven van een machtspositie ten aanzien van het aanbod van of de vraag naar een financieel instrument met als gevolg of waarschijnlijk gevolg dat aan- of verkoopprijzen of andere onbillijke transactievoorwaarden worden opgelegd (*cornering*);
- (ii) de aankoop of verkoop van een financieel instrument bij het openen of sluiten van de handel met als daadwerkelijk of waarschijnlijk

57 Europese Commissie, Liborschandaal: de Commissie stelt EU-brede maatregelen om tarievenmanipulatie te bestrijden, Persbericht 25 juli 2012 (IP/12/846).

58 Overweging 44 van de Verordening Marktmisbruik.

59 Art. 5:58a lid 3 (oud) Wft.

60 Het eerste ontwerp van de richtlijn bevatte nog een bijlage met daarin een niet limitatieve opsomming van veertien voorbeelden van marktmanipulatie. Deze bijlage is in de definitieve versie geschrapt. In de Verordening Marktmisbruik zijn deze voorbeelden opgenomen in art. 12 lid 2.

effect dat beleggers die op basis van slotkoersen handelen worden misleid (*marking the close*),

- (iii) het plaatsen van orders naar een handelsplatform, of annulering of wijziging daarvan (al dan niet door middel algoritmische en high frequency trading-strategieën) wanneer dat het effect heeft als bedoeld in art. 12 lid 1 sub a of b Verordening Marktmisbruik en wanneer dit
 - (a) de werking van het handelssysteem of handelsplatform verstoort of vertraagt;
 - (b) het voor anderen moeilijker maakt om authentieke orders te identificeren of waarschijnlijk deze bemoeilijking veroorzaakt, waaronder door orders te plaatsen; of
 - (c) een onjuist of misleidend signaal afgeeft of waarschijnlijk afgeeft ten aanzien van of de vraag naar of de koers van een financieel instrument, met name door orders te plaatsen om een trend te starten of te versterken;
- (iv) het gebruik maken van toegang tot de media door een oordeel over een effect of de uitgevende instelling daarvan te verspreiden terwijl van tevoren posities in dit effect zijn ingenomen, om vervolgens te profiteren van het effect dat het bericht heeft gehad op de koers (*scalping*); en
- (v) het kopen of verkopen op de secundaire markt van emissierechten of daarvan afgeleide instrumenten voorafgaand aan de veiling die wordt gehouden conform Verordening EU/1031/2010 met het effect dat de toewijzingsprijs voor de geveilde producten op een abnormaal of kunstmatig niveau wordt gebracht of dat partijen die tijdens de veiling bieden, worden misleid.

6.3.3 Indicatoren van manipulatieve handelingen

Ten tijde van de totstandkoming van de Richtlijn Marktmisbruik stelde de Europese Commissie in samenspraak met CESR (thans ESMA) een richtlijn op waarin onder andere een nadere invulling werd gegeven aan de definitie van marktmanipulatie (Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking).⁶¹ Art. 4 en 5 Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking bevatten een niet limitatieve opsomming van 'signalen' die op zichzelf geen marktmanipulatie opleveren, maar wel (het begin

⁶¹ Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft, *PbEU* 2003, L 339/70.

van) een aanwijzing kunnen zijn dat er iets aan de hand is. De lijst was bedoeld om bevoegde autoriteiten en – in het kader van de ‘klikplicht’ van art. 6 lid 9 Richtlijn Marktmisbruik – marktdeelnemers enige houvast te bieden bij het beoordelen van verdachte transacties. Thans is een dergelijke lijst van indicatoren opgenomen in Bijlage 1 van de Verordening Marktmisbruik.

Van een onjuist of misleidend signaal en koersen die op een abnormaal of kunstmatig niveau worden gehouden in de zin van de art. 12 lid 1 onder a Verordening Marktmisbruik kan sprake zijn indien:

- de order of transactie in kwestie een aanzienlijk deel uitmaakt van het totaal aantal transacties in dat financieel instrument, met name wanneer de transactie leidt tot een relevante koersstijging of -daling;
- door personen met een dominante positie verrichte transacties leiden tot aanzienlijke koerswijzigingen van het desbetreffende financieel instrument;
- de transactie al dan niet leidt tot een wijziging van de identiteit van de uiteindelijke rechthebbende op het financieel instrument;
- de transactie (i) leidt tot het in een kort tijdbestek draaien van een positie, (ii) een aanzienlijk deel uitmaakt van de omzet van die dag in het effect, en (iii) verband zou kunnen houden met belangrijke wijzigingen in de koers van het betrokken financieel instrument;
- transacties of orders plaatsvinden binnen korte tijd en leiden tot een koersstijging (of -daling) die vervolgens omslaat in een daling (of stijging);
- geplaatste orders leiden tot een wijziging van de beste bied- en laatkoersen van een financieel instrument of van koersen in het orderboek, en worden geannuleerd voordat zij worden uitgevoerd; of
- orders worden ingelegd op of omstreeks het moment dat referentiekersen, afwikkelingskoersen of waarderingen worden berekend, en tot koerswijzigingen leiden die van invloed zijn op die koersen of waarderingen.

Van kunstgrepen of enigerlei andere vorm van bedrog of misleiding in de zin van art. 12 lid 1 onder b Verordening Marktmisbruik kan sprake zijn indien:

- de vraag of transacties of orders worden voorafgegaan of gevolgd door de verspreiding van onjuiste of misleidende informatie door degene die de transactie of order heeft verricht, of door met hem gelieerde personen; of

- de vraag of de transactie wordt verricht of order wordt geplaatst voor- of nadat door degene die de transactie heeft verricht of aan hen gelieerde personen, onderzoek wordt gedaan of onderzoeksresultaten of beleggingsaanbevelingen worden verspreid die ofwel onjuist of niet objectief zijn, ofwel duidelijk beïnvloed zijn door een materieel belang.

Bijlage II van Gedelegeerde Verordening EU/2016/522 werkt deze indicatoren nader uit. Deze uitwerking is deels geïnspireerd op eerdere 'guidance' van CESR.⁶² De voorbeelden zijn ontleend aan ervaringen uit het verleden van CESR-leden en omvatten onder andere *wash sales*, *painting the tape*, *improper matched orders*, het inleggen van orders zonder voornemens te zijn de order ook daadwerkelijk uit te voeren, *marking the close*, het opdrijven van de koers vlak na een beursgang om vervolgens de stukken weer te verkopen, *abusive squeezes*, het zodanig beïnvloeden van de koers dat deze niet onder een bepaald niveau zakt, het laten oplopen van het verschil tussen bied- en laatprijzen door *market makers* of andere partijen met een dominante positie, het handelen op de ene markt met als doel het beïnvloeden van de koers van een (afgeleid) effect op een andere markt, het verrichten van een transactie met als doel het verhullen van de werkelijke eigendomsverhoudingen, *pumping and dumping* en *trashing and cashing*.⁶³

6.4 Uitzonderingen

De Verordening Marktmisbruik voorziet in een aantal uitzonderingen op het verbod op marktmanipulatie. De meest in het oog springende zijn de uitzonderingen voor inkoopprogramma's, koersstabilisatie en gebruikelijke marktpraktijken. Daarnaast is het verbod van art. 12 jo. 15 Verordening Marktmisbruik niet van toepassing op het verspreiden van informatie of het verrichten van transacties indien dit geschiedt in het kader van het monetaire of valutabeleid van de overheid, of het beheer van de staats-schuld. Ook bestaat een uitzondering voor journalisten.⁶⁴ De voorwaar-

62 CESR, *Market Abuse Directive. Level 3 - first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, Paris May 2005, CESR/04-505b, www.cesr.eu, p. 14-17.

63 Zie voor een korte beschrijving van het merendeel van deze vormen van marktmanipulatie § 6.2.

64 Reeds besproken in § 6.3.2.

den voor de uitzonderingen voor inkoopprogramma's en koersstabilisatie zijn nader uitgewerkt in Gedelegeerde Verordening EU/2016/1052. Het aanwijzen van gebruikelijke marktpraktijken is geregeld in Gedelegeerde Verordening EU/2016/908.

6.4.1 Gebruikelijke marktpraktijken

Uit de definitie van marktmanipulatie van de Verordening Marktmisbruik volgt dat transacties die een misleidend signaal (kunnen) afgeven of die leiden tot een kunstmatig koersniveau, toch geen marktmanipulatie opleveren indien aan twee voorwaarden is voldaan. Degene die de transactie heeft verricht, moet kunnen aantonen dat zijn beweegredenen voor de transactie, order of gedrag gerechtvaardigd waren, en in overeenstemming zijn met een gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende markt, aangewezen overeenkomstig art. 13 Verordening Marktmisbruik.

Art. 13 Verordening Marktmisbruik bevat een procedure voor het vaststellen van gebruikelijke marktpraktijken. Gedelegeerde Verordening EU/2016/908 werkt deze procedure nader uit. Art. 13 lid 2 Verordening Marktmisbruik bepaalt dat de bevoegde autoriteiten van de lidstaten aan de hand van de volgende criteria kunnen vaststellen dat van een geaccepteerde marktpraktijk sprake is:

- Heeft de marktpraktijk een significante mate van transparantie?
- Waarborgt de marktpraktijk een goede werking van marktkrachten en wisselwerking tussen vraag en aanbod?
- Heeft de marktpraktijk een positief effect op de liquiditeit en doeltreffendheid van de markt?
- Sluit de marktpraktijk aan bij het handelssysteem van de desbetreffende markt en stelt zij beleggers in staat passend en tijdig te reageren op de nieuwe situatie die door de marktpraktijk zal ontstaan?
- Brengt de marktpraktijk risico's mee voor de integriteit van direct of indirect betrokken al dan niet gereguleerde markten voor het financiële instrument?
- Wat is het resultaat van het onderzoek naar de marktpraktijk dat is verricht door de betrokken toezichthouder(s), in het bijzonder naar de vraag of de marktpraktijk inbreuk maakt op regels of reglementen die marktmisbruik moet voorkomen?
- Wat zijn de structurele kenmerken van de relevante markt? Is deze bijvoorbeeld gereguleerd? Welke instrumenten worden er verhandeld? Is de markt ook toegankelijk voor niet-professionele beleggers?

Indien de AFM (of toezichthouder van een andere lidstaat) van mening is dat een specifieke praktijk aangemerkt zou moeten worden als gebruikelijke marktpraktijk (of een reeds aanvaarde gebruikelijke marktpraktijk niet meer uitgezonderd zou moeten zijn van het verbod), zal zij eerst de betrokken marktpartijen consulteren. Ook dient de AFM te rade te gaan bij de bevoegde autoriteiten van de andere lidstaten, met name wanneer er markten bestaan die vergelijkbaar zijn qua structuur, omvang of type transacties. Vervolgens zal de AFM ESMA op de hoogte stellen. ESMA brengt hierna advies uit aan de AFM waarin zij de verenigbaarheid beoordeelt van de geaccepteerde marktpraktijk met art. 13 lid 2 Verordening Marktmisbruik en de Gedelegeerde Verordening.

In tegenstelling tot de uitzonderingen voor terugkoopprogramma's en stabilisatieactiviteiten, is een erkende gebruikelijke marktpraktijk geen *safe harbour*. Degene die zich op een gebruikelijke marktpraktijk beroept, zal steeds moeten kunnen aantonen dat zijn beweegredenen achter de concrete transactie die hij met inachtneming van de gebruikelijke marktpraktijk verricht ook daadwerkelijk legitiem zijn. Dit volgt onder andere uit art. 12 lid 1 onder a, laatste alinea Verordening Marktmisbruik.

Daarnaast zijn gebruikelijke marktpraktijken marktgebonden. Het verweermiddel dat ontleend kan worden aan de gebruikelijke marktpraktijk geldt dan ook alleen voor op die markt verrichte transacties. Het is niet uitgesloten dat een bepaalde praktijk op de ene markt wel, en op een andere, vergelijkbare markt niet 'gebruikelijk' is in de zin van de Verordening Marktmisbruik.

6.4.2 Koersstabilisatie

Koersstabilisatie kan nuttig zijn om een ordelijk koersverloop gedurende de eerste periode na een beursintroductie te bevorderen. In de eerste dagen na een beursgang kan de koers van het kersverse beursfonds onder druk komen te staan door – bijvoorbeeld – verkoopdruk veroorzaakt door winstnemingen door korte-termijnbeleggers (zogenaamde *flippers*), of juist kortstondig en hevig stijgen door de nog warme belangstelling voor het fonds. De stabiliserende partij tracht al te hevige uitslagen (omlaag of – afhankelijk van de opdracht en modaliteiten van de stabilisatie – omhoog) te temperen door tegengestelde transacties in het fonds te verrichten.

Koersstabilisatie is per definitie het verrichten van transacties om de koers van effecten op een kunstmatig niveau te houden. Zonder specifieke vrijstelling zou te onzeker zijn of gebruikelijke stabilisatieactiviteiten nog wel mogelijk zouden zijn onder het regime van de Verordening Markt-

misbruik.⁶⁵ Art. 5 Verordening Marktmisbruik en Gedelegeerde Verordening EU/2016/1052 geven aan onder welke voorwaarden vrijstelling wordt verleend van de voorschriften en verboden van de Verordening Marktmisbruik. De voorschriften zien op de duur van de stabilisatie, openbaarmakings- en rapportageverplichtingen, en voorwaarden met betrekking tot de prijs. De stabilisatie mag in beginsel niet langer duren dan dertig kalenderdagen na de eerste verhandeling van het te stabiliseren effect. Voor de eerste aanbieding van de effecten dienen de uitgevende instelling, aanbieders of entiteiten die de stabilisatie verrichten de volgende informatie openbaar te maken:

- het feit dat stabilisatie wordt overwogen zonder dat kan worden gegarandeerd dat dit daadwerkelijk zal gebeuren, en dat de stabilisatie op ieder moment kan worden beëindigd;
- het feit dat de stabilisatietransacties bedoeld zijn om de koers te ondersteunen;
- de periode waarin de stabilisatie eventueel zou kunnen plaatsvinden;
- de identiteit van de partij die de stabilisatieactiviteiten zal verrichten, tenzij dat op het moment van de openbaarmaking niet bekend is. In dat geval wordt deze op een passende wijze openbaar gemaakt voor de aanvang van de stabilisatie;
- de aanwezigheid en maximale omvang van een overinschrijvingsfaciliteit of *greenshoe*-optie, de uitoefenperiode van de *greenshoe* en de eventuele voorwaarden verbonden aan de overinschrijvingsfaciliteit of de uitoefening van de *greenshoe*; en
- de plaats waar de stabilisatie kan plaatsvinden, waar relevant met inbegrip van de naam van het handelsplatform.

Iedere stabilisatietransactie dient binnen zeven beursdagen bij de bevoegde autoriteit van de desbetreffende markt te worden gemeld. Binnen een week na afloop van de stabilisatieperiode dient bekend gemaakt te worden of de stabilisatie al dan niet heeft plaatsgevonden, alsmede aanvang en einde van de stabilisatie en voor iedere dag waarop stabilisatie

⁶⁵ Dat koersstabilisatie onder voorwaarden aanvaardbaar kan zijn, werd door de Europese wetgever overigens al erkend in de considerans (r.o. 12) van de Richtlijn transacties van ingewijden (Richtlijn 89/592/EEG van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden, *PbEU* 1989, L 334/30). Zie tevens CESR, *Stabilisation and Allotment, A European Supervisory Approach*, April 2002, CESR/02-020b. De Richtlijn Marktmisbruik kende eveneens een in hoge mate vergelijkbare uitzondering voor stabilisatietransacties.

heeft plaatsgevonden de prijsmarge van die dag, en indien van toepassing het handelsplatform waarop de transacties werden uitgevoerd.

Ter zake van de prijs verlangt de Gedelegeerde Verordening EU/2016/1052⁶⁶ dat stabilisatie van aandelen niet geschiedt tegen een hogere prijs dan de laatkoers. In geval van een aanbieding van converteerbare obligaties mag stabilisatie niet plaatsvinden tegen een hogere prijs dan de marktprijs van de *convertible* ten tijde van de bekendmaking van de definitieve voorwaarden. Daarnaast bevat art. 8 van de Gedelegeerde Verordening nadere vereisten voor de uitoefening van de *greenshoe*-optie en de gebruikmaking van de overinschrijvingsfaciliteit.⁶⁷

6.4.3 Terugkoopprogramma's

Ook bij inkoop van eigen aandelen kan de vraag rijzen of een vennootschap met een inkoopprogramma in aanraking kan komen met de verbodsbepalingen van art. 12 lid 1 Verordening Marktmisbruik. De Verordening Marktmisbruik voorziet om die reden tevens in een beperkte vrijstelling van onder meer het manipulatieverbod ten behoeve van inkoopprogramma's (de Verordening Marktmisbruik gebruikt overigens consequent de term 'terugkoop'). De vrijstelling is slechts van toepassing op terugkoopprogramma's die uitsluitend strekken tot het verminderen van het kapitaal van de uitgevende instelling, of die zijn opgezet om aan verplichtingen te kunnen voldoen die voortvloeien uit aandelenoptieplannen en andere werknemersregelingen of uit de conversie van schuldinstrumenten. Voorwaarde is tevens dat de modaliteiten van het terugkoopprogramma bekend worden gemaakt voordat de daadwerkelijke terugkoop van start gaat.⁶⁸ Het programma dient openbaar gemaakt te

⁶⁶ Art. 7.

⁶⁷ Overinschrijving is slechts toegestaan gedurende de inschrijvingstermijn en tegen de laatkoers. Een positie die het gevolg is van de gebruikmaking van een overinschrijvingsfaciliteit door een bank of effecteninstituting die niet door een *greenshoe* wordt gedekt, mag niet groter zijn dan 5% van de oorspronkelijke aanbieding. De *greenshoe* mag alleen worden uitgeoefend indien sprake is van overinschrijving en mag niet meer dan 15% van de oorspronkelijke aanbieding bedragen. De uitoefenperiode van de *greenshoe* moet gelijk zijn aan de stabilisatieperiode. Indien de *greenshoe* wordt uitgeoefend, dient dit onverwijld openbaar te worden gemaakt, inclusief de uitoefendatum en het aantal en de aard van de betrokken effecten.

⁶⁸ Art. 5 lid 1 Verordening Marktmisbruik jo. art. 2 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052. Het bericht waarin de inkoop wordt aangekondigd dient ten minste de maximale prijs van de aandelen, het maximale aantal aandelen dat zal worden ingekocht en de duur van de periode waarvoor de aandeelhoudersvergadering van de uitgevende instelling goedkeuring heeft verleend, te bevatten.

worden in iedere lidstaat waar de aandelen van de uitgevende instelling worden verhandeld. De uitgevende instelling met een terugkoopprogramma moet alle transacties die zij in het kader van het programma verricht, melden aan de bevoegde autoriteit van de markt(en) waarop de aandelen worden verhandeld, en dient de transacties binnen zeven beursdagen openbaar te maken.

Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052 stelt tevens eisen aan de prijs en de hoeveelheid aandelen die worden ingekocht. De uitgevende instelling mag geen aandelen inkopen voor een prijs die hoger is dan de hoogste actuele onafhankelijke biedprijs. Zij mag de koers derhalve niet 'maken'. Daarnaast mag de emittent op één dag niet meer dan 25% van het gemiddelde dagvolume inkopen.⁶⁹ Onder het oude regime kon in geval van een lage liquiditeit deze limiet onder voorwaarden worden verhoogd naar 50%. Deze bepaling keerde in de Verordening Marktmisbruik niet meer terug.

Een verdere beperking is opgenomen in art. 4 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052. Gedurende de looptijd van het terugkoopprogramma mag de uitgevende instelling geen eigen aandelen verkopen, geen transacties verrichten in de eigen aandelen in gesloten periodes, en geen transacties verrichten indien de uitgevende instelling heeft besloten de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen. Deze beperkingen zijn niet van toepassing indien de uitgevende instelling een terugkoopprogramma met tijdschema ten uitvoer legt, of de uitvoering van het programma heeft overgelaten aan een bank of beleggingsonderneming en waarop de uitgevende instelling geen invloed meer kan uitoefenen. Voor terugkoopprogramma's van kredietinstellingen en effecteninstellingen gelden aanvullende uitzonderingen.

De vrijstelling is uitsluitend van toepassing indien aan al deze voorwaarden is voldaan. Worden de vereisten niet in acht genomen, of heeft het programma een ander (neven)doel dan kapitaalvermindering of

69 Art. 3 lid 3 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052 bevat nadere voorschriften over de berekening van het gemiddelde dagvolume. Het gemiddelde dagvolume kan eenmalig vooraf worden vastgesteld, of steeds voor iedere transactie afzonderlijk worden berekend. Kiest de emittent ervoor om het volume eenmalig te berekenen, dan is het gemiddelde dagvolume het gemiddelde aantal stukken dat per dag is verhandeld in de maand voorafgaand aan de maand waarin het programma openbaar is gemaakt. Dit getal wordt vervolgens opgenomen in het programma en geldt dan voor de gehele duur van het programma. Indien het programma het gemiddelde dagvolume niet noemt, moet het gemiddelde dagvolume steeds opnieuw worden berekend, en wel aan de hand van het gemiddelde dagvolume dat in de 20 handelsdagen voorafgaand aan de datum van aankoop is verhandeld.

het kunnen voldoen aan leveringsverplichtingen, dan geldt het manipulatieverbod van art. 12 lid 1 jo. 15 Verordening Marktmisbruik onverkort. Een uitgevende instelling met een terugkoopprogramma dat niet voldoet aan de vereisten van de Verordening Marktmisbruik zal zich er met name van moeten vergewissen of van de transacties die zij verricht geen misleidende signalen uitgaan, en of zij de koers niet op een kunstmatig niveau houdt of brengt. Het inzetten van een terugkoopprogramma om de koers van het eigen aandeel te steunen, zal naar verwachting snel in strijd zijn met art. 12 lid 1 jo. 15 Verordening Marktmisbruik.

6.5 Slot

De komst van de Wet Marktmisbruik bracht het Nederlandse effectenrecht voor het eerst een algemeen en ruim geformuleerd verbod op marktmanipulatie. Nu, ruim tien jaar later, heeft de Wet Marktmisbruik weer plaatsgemaakt voor het regime van de Verordening Marktmisbruik. De ervaringen opgedaan in rechtspraak en toelichtingen van wetgever, AFM en ESMA zullen echter hun waarde grotendeels behouden, aangezien de wijzigingen die de Verordening heeft gebracht overzichtelijk zijn. Interessant is de vraag hoe de interpretatie van het verbod verder zal evolueren, met name in het licht van nieuwe technologische ontwikkelingen als algoritmische handel en cybercriminaliteit.